

【广发计算机&海外】金蝶国际 (00268.HK)

从现金流再看金蝶国际投资价值

核心观点:

- 大中型企业产品续费率有一定季节性特点,而小微企业产品全年续费率比较平稳。24Q1 苍穹星瀚续费率环比年初下降约 8pct, 星空续费率环比年初下降约 2pct。对大中型企业而言, Q1 一般是采购淡季, 因此续费率环比年初下降属正常现象。23 年数据显示, 苍穹星瀚及星空 23 年全年续费率相较 23Q1 有一定修复, 关注 24 年后续变化。小微企业产品星辰及精斗云 24Q1 续费率环比年初基本持平, 季节性不明显, 这实际也与广大小微企业采购特征一致。
- 24Q1 ARR 约为 29.8 亿元(人民币, 下同), 同比增长约 28%, 尚属正常增长轨道, 但有一定压力。24Q1 增速略低, 这一方面有 23Q1 高基数的影响, 另一方面也受大中型企业采购节奏的影响。若 24 年 ARR 同比应净增长约 8.6 亿元(即约 30%), 即从环比净增长维度看, 每个季度平均需环比净增长约 2.15 亿元。公司 24Q1 环比净增长约 1.2 亿元, 则后续三个季度平均需环比净增长约 2.47 亿元, 有一定压力。
- 采用 DCF 模型估算公司股权价值约 14.09 港币/股, 我们以 WACC 及永续增长率为两大因子进行敏感性分析(详见正文)。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2024 年、2025 年、2026 年主营业务收入分别为 65.95 亿元、76.71 亿元、90.30 亿元。若采用 PS 估值, 参考可比公司估值, 我们给予公司 24 年 8X PS 估值, 对应每股合理价值约 16.19 港币/股。港股与 A 股市场环境差异较大, 综合考虑, 我们选取 DCF 估值法及 PS 估值法的平均数为其合理价值, 即约为 15.14 港币/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。经济环境导致下游 IT 支出波动; 港股市场交易环境影响; AI 应用业绩兑现的不确定性。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,866	5,679	6,595	7,671	9,030
增长率(%)	16.6%	16.7%	16.1%	16.3%	17.7%
EBITDA	-334	-3	186	535	626
归母净利润	-389	-210	-22	303	468
增长率(%)	28.7%	-46.1%	-89.6%	-1,492.2%	54.6%
EPS(元/股)	-0.11	-0.06	-0.01	0.08	0.13
市盈率(P/E)	-	-	-	78.4	50.7
ROE(%)	-6.1%	-3.1%	-0.7%	3.2%	4.9%
EV/EBITDA	-	-	112.8	37.4	29.7

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格

7.28 港元

合理价值

15.14 港元

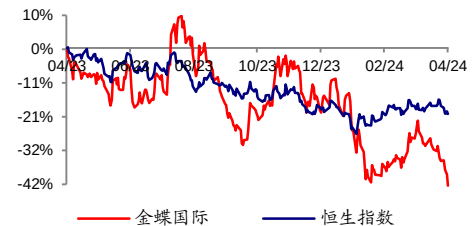
前次评级

买入

报告日期

2024-04-22

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflfluxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

【广发计算机&海外】金蝶国际 2024-03-20

际(00268.HK):订阅模式下

收入韧性十足,业绩拐点已

然来临

【广发计算机&海外】金蝶国际 2024-01-08

际(00268.HK):收入韧性明

显,经营质量进一步提升

【广发计算机&海外】金蝶国际 2023-12-11

际(00268.HK):卡塔尔投资

局2亿美金战投入局,夯实

公司价值底线

联系人:

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、公司披露 24 年一季度重要经营数据

公司于4月16日盘后自愿公告，截至24年3月31日，金蝶云订阅服务年经常性收入ARR约为人民币29.8亿元（人民币，以下皆同），同比增长约28%。苍穹&星瀚、星空、星辰、精斗云分别实现续费率约97%、95%、91%、87%。期间签约中国石油天然气集团、龙湖集团、华测检测、岭南集团等知名企业。

1. 大中型企业产品（苍穹星瀚及星空）续费率有一定季节性特点，而小微企业产品（星辰及精斗云）全年续费率比较平稳。24Q1苍穹星瀚续费率为97%，环比年初下降约8pct，星空续费率为95%，环比年初下降约2pct。对大中型企业而言，Q1一般是采购淡季，因此续费率环比年初下降属正常现象，例如，23Q1苍穹星瀚续费率环比当年初下降约5pct，星空续费率环比当年初下降约1pct。23年数据显示，苍穹星瀚及星空23年全年续费率相较23Q1有一定修复，关注24年后续变化。小微企业产品星辰及精斗云24Q1续费率环比年初基本持平，从23年数据来看，季节性不明显，相对稳定，这实际也与广大小微企业采购特征一致。

表 1：公司近年各产品续费率情况

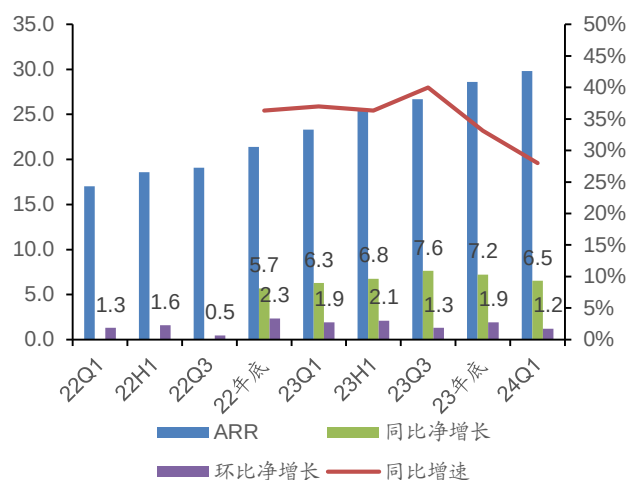
	苍穹星瀚	星空	星辰	精斗云
22H1	100%	89%	72%	69%
22年底	110%+	97.2%	77.3%	74.1%
23Q1	105%	96%	92%	83%
23H1	108%	96%	89%	85%
23Q3	105%	95%	90%	86%
23年底	105.3%	97.2%	90.8%	86.9%
24Q1	97%	95%	91%	87%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. **24Q1 ARR约为29.8亿元，同比增长约28%，尚属正常增长轨道，但有一定压力。**相较于此前公司在2023年年报交流中给予的24年~26年ARR复合增速约30%的预期（数据来源：投资者交流PDF2023），24Q1增速略低，这一方面有23Q1高基数的影响，另一方面也受24Q1大中型企业采购节奏的影响，因此也尚属正常增长轨道。若24年ARR需增长30%，则计算出24年全年ARR同比23年应净增长约8.6亿元，即从环比净增长维度看，每个季度平均需环比净增长约2.15亿元。

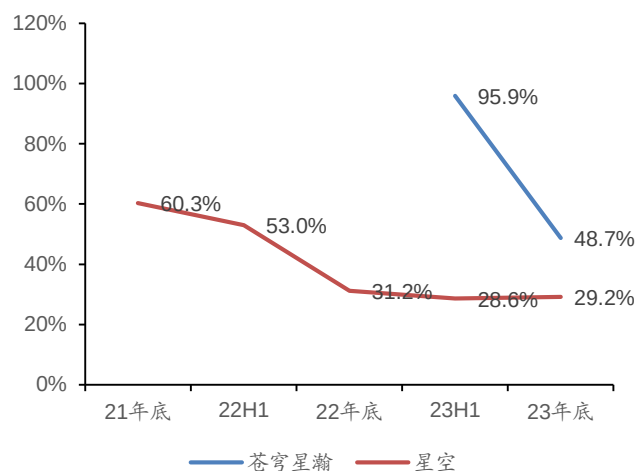
公司24Q1环比净增长约1.2亿元，则后续三个季度平均需环比净增长约2.47亿元，从历史数据来看，有一定压力。

图 1：公司近年ARR变化情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：苍穹星瀚及星空近年ARR同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、从现金流再看金蝶国际投资价值

我们采用三阶段DCF模型对金蝶国际的投资价值进行敏感性分析，三阶段主要包括：一是我们模型中对24年~26年公司FCFF有详细预测；二是预计公司27年~31年FCFF的复合增速为20%；三是预计从32年开始，公司进入永续增长状态，FCFF的永续增长率为3%。

以上各段FCFF均以WACC折现，测算公司WACC大约为7.96%，主要假设如下：

- (1) 恒生指数近5年PE-TTM中位数约为9.96，美国10年期国债利率近5年中位数约为1.90%，计算得出港股市场平均风险溢价约8.14%（ $1/9.96 - 1.90\%$ ）。
- (2) 根据Wind数据，金蝶近5年相对于恒生指数的Beta约1.30。
- (3) 公司稳态资产负债率为45%（23年底公司资产负债率约为38%，考虑到公司转云持续，合同负债快速增长，则资产负债率仍有一定上升空间）。
- (4) 根据Wind数据，中国10年期国债收益率近5年中位数约2.85%。
- (5) 公司实际税率按照15%计算。

基于上述假设，根据我们港股模型，公司企业总价值约为467.5亿元人民币，而股票价值约为459.2亿元人民币。按公司最新总股数本及汇率1港币=0.90711人民币计算，公司股权价值约14.09港币/股。

同时，我们进行敏感性分析，如下表所示，主要以WACC及永续增长率为两

大敏感因子。

表 2：金蝶每股股权价值敏感性分析（第一行为WACC，第一列为永续增长率，股价单位：港币/股）

	6.46%	6.96%	7.46%	7.96%	8.46%	8.96%	9.46%
1.50%	15.55	14.14	12.96	11.97	11.13	10.40	9.77
2.00%	16.71	15.04	13.68	12.56	11.61	10.80	10.11
2.50%	18.16	16.15	14.55	13.25	12.17	11.27	10.49
3.00%	20.04	17.54	15.62	14.09	12.84	11.81	10.93
3.50%	22.54	19.34	16.95	15.11	13.64	12.44	11.45
4.00%	26.06	21.74	18.67	16.39	14.62	13.21	12.07
4.50%	31.39	25.12	20.98	18.04	15.85	14.15	12.80

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

预计公司2024年、2025年、2026年主营业务收入分别为65.95亿元、76.71亿元、90.30亿元，同比增速分别为16.1%、16.3%、17.7%。

公司作为国内云ERP行业头部厂商，产品竞争力突出，持续获得新客户，市场份额明显上升。在大型企业市场，公司表现尤其亮眼。此外，公司云服务运营数据质量较高。可采用PS估值方法对其进行估值，由下表所示，可比公司估值表现差异较大，主要系金山办公所在市场格局更优且受AI产业催化明显所致。整体而言，用友网络与金蝶国际可比程度相对更高，因此，参考可比公司估值，我们给予金蝶2024年8倍PS估值倍数。参考汇率1港元=0.90711人民币，对应每股合理价值约16.19港币/股。

表 3：可比公司PS估值情况（市值统计截止2024.04.19收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	收入（亿元）		PS估值水平	
				2024E	2025E	2024E	2025E
金山办公	688111.SH	办公软件	1276	58.13	76.12	22	17
用友网络	600588.SH	ERP	372	114.66	134.18	3.2	2.8

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

考虑到公司在港股无严格可比公司，而港股与A股市场环境差异较大，综合考虑，我们选取，DCF估值法及PS估值法的平均数为其合理价值，约为15.14港币/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

（一）经济环境导致下游 IT 支出波动

企业IT支出受其自身经营情况影响，宏观经济持续承压将导致企业经营困难，企业IT开支也将随之降低。

（二）港股市场交易环境影响

金蝶国际是港股上市公司，从历史经验来看，其股价变现受港股市场交易环境影响相对较大。

（三）AI 应用业绩兑现的不确定性

AI应用目前整体仍处于探索初期，商业化进展有较大不确定性，因此对金蝶国际业绩贡献的节奏及体量有较大不确定性。

资产负债表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	3,984	5,703	6,061	7,021	8,430
现金及现金等价物	1,943	2,964	3,520	4,450	5,903
应收账款及票据	169	180	220	219	282
存货	45	46	52	59	68
其他	1,828	2,514	2,270	2,293	2,177
非流动资产合计	7,747	8,436	8,579	8,722	8,981
固定资产净值	1,377	1,919	1,839	1,759	1,674
长期投资	4,879	4,900	4,930	4,885	4,900
商誉及无形资产	1,247	1,292	1,501	1,764	2,083
其他	244	324	308	313	323
资产总额	11,731	14,139	14,640	15,743	17,411
流动负债合计	3,766	4,529	5,082	5,843	7,008
短期借款	85	20	0	0	0
应付账款及票据	43	70	77	85	99
其他	3,637	4,439	5,005	5,758	6,909
非流动负债合计	558	908	908	908	908
长期借款	385	757	757	757	757
其他非流动负债	173	151	0	0	0
总负债	4,324	5,437	5,990	6,751	7,916
普通股股本	84	87	87	87	87
储备	7,147	8,479	8,460	8,765	9,236
其他	35	33	35	35	35
归母权益总额	7,265	8,599	8,582	8,888	9,358
少数股东权益	142	103	68	104	137
股东权益合计	7,408	8,702	8,650	8,992	9,495
负债及股东权益合计	11,731	14,139	14,640	15,743	17,411

利润表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,866	5,679	6,595	7,671	9,030
营业成本	1,868	2,035	2,321	2,646	3,070
毛利	2,998	3,644	4,274	5,024	5,959
其他收入	81	103	95	110	100
营销费用	2,027	2,320	2,592	2,761	3,215
行政管理费用	504	490	495	522	605
研发费用	1,295	1,440	1,576	1,791	2,081
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	-747	-502	-294	60	159
利息收入	108	112	65	80	103
利息支出	8	22	34	34	34
权益性投资损益	13	50	25	25	25
其他非经营性损益	-74	-52	-41	-39	-26
除税前利润	-474	-301	-60	302	487
所得税	-22	-31	-3	15	24
合并净利润	-452	-270	-57	287	463
少数股东损益	-63	-60	-35	-16	-5
归母净利润	-389	-210	-22	303	468

现金流量表

单位:人民币百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	374	653	935	1,504	2,122
合并净利润	-452	-270	-57	287	463
折旧与摊销	414	499	480	475	467
营运资本变动	328	0	462	694	1,157
其他非经营性调整	22	863	50	48	35
投资活动现金流净额	-787	-1,305	-329	-595	-676
处置固定资产收益	29	3	-41	-39	-26
资本性支出	-888	-897	-609	-658	-701
投资资产支出	688	-69	280	82	36
其他	-616	-342	41	20	15
融资活动现金流净额	301	1,671	-53	18	4
长期债权融资	440	270	0	0	0
股权融资	-143	1,356	0	52	38
支付股利	0	0	0	0	0
其他	3	45	-53	-34	-34
现金净增加额	-104	1,021	556	930	1,453
期初现金余额	2,047	1,943	2,964	3,520	4,450
期末现金余额	1,943	2,964	3,520	4,450	5,903

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	16.6%	16.7%	16.1%	16.3%	17.7%
营业利润增长率	9.2%	-32.8%	-41.5%	-120.4%	163.9%
归母净利润增长率	28.7%	-46.1%	-89.6%	-	54.6%
获利能力					
毛利率	61.6%	64.2%	64.8%	65.5%	66.0%
净利率	-9.1%	-4.7%	-0.8%	3.7%	5.1%
ROE	-6.1%	-3.1%	-0.7%	3.2%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	38.5%	40.9%	42.9%	45.5%
有息负债率	4.0%	5.5%	5.2%	4.8%	4.3%
流动比率	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
利息保障倍数	-97.6	-22.9	-8.5	1.8	4.7
营运能力					
应收账款周转天数	12.5	11.4	12.0	10.3	11.3
存货周转天数	8.6	8.1	8.0	8.0	8.0
应付账款周转天数	8.3	12.4	12.0	11.6	11.6
每股指标					
每股收益	-0.11	-0.06	-0.01	0.08	0.13
每股净资产	2.13	2.40	2.41	2.50	2.64
每股经营现金流	0.11	0.18	0.26	0.42	0.59
估值比率					
PE	-	-	-	78.4	50.7
PB	7.3	4.4	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	-	-	112.8	37.4	29.7

识别风险,发现价值

请务必阅读末页的免责声明

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 雷棠棣：资深分析师，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 许晟榕：研究员，香港大学金融科技硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。